

美联储购买和持有MBS的影响

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

编者按

在2008年全球金融危机中，美联储史无前例地对抵押贷款支持证券（MBS）进行了大规模购买，这是一次大胆的行动。这意味着，美联储在危机中不仅是最后贷款人，还扮演了最后交易商的角色。不少人认为，联储的MBS购买行为模糊了货币和财政政策的界限，因为这已不再是简单地对短期利率进行调节，它还涉及到风险承担，信贷分配和对资产价格的直接干预。在纽联储自由街博客的两篇系列文章中，作者针对MBS购买是否承担信用风险，是否会造成跨部门信贷分配，以及持有MBS会如何影响实体经济提出了自己的看法。

MBS购买是否意味着承担信用风险

如果美联储购买并持有具有违约风险的资产，那么它将承担信用风险。 Marvin Goodfriend称之为“信用政策”。他指出：“所有央行的信贷计划都存在一定的信用风险，最终会让央行和纳税人面临损失，并引发有关信贷分配的争议。”

从历史上看，美联储购买的证券，包括财政部和机构证券——由美国财政部或联邦政府机构完全担保的证券——是相当安全的。更准确地说，吉利美证券（Ginnie Mae securities）现在且一直以来都受到美国政府信用的充分担保。尽管房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）发行的证券没有达到这种程度的政府担保，但他们被包括Fed在内的投资者视为信用风险很小。正如前纽联储主席杜德利在今年2月所言，“政府干预支持房利美和房地美的行为已经明确表明，这些购买不存在信用风险。”

地区联邦储备银行在贴现窗口或通过其他借贷便利向银行放贷时，会承担一定的信用风险。然而，他们通过要求对所有贷款提供抵押品来降低风险。此外，储备银行会对抵押品进行估值并设定“折价”（Haircuts），以使贷款获得超额担保。尽管存在一定信用风险，但储备银行从未在贴现窗口贷款上亏过。

许多央行的资产购买计划都承担了信用风险。例如，欧洲央行、英国央行（BoE）和日本央行（BoJ）已经参与购买了私人部门发行的资产。在某些情况下，比如日本央行，保留了信用风险。而在其他情况下，比如英国央行，它就从财政部门获得了明确的保障，以保护自己不受这些购买行为可能带来的信用风险的影响。**美联储只购买有政府或政府机构担保的证券。因此，是财政部，而不是中央银行，决定了是否要让纳税人承担信用风险；同时也是财政部的资产负债表，而不是中央银行资产负债表处在风险之中。**

跨部门信贷分配

尽管美联储购买MBS并非是在承担信用风险意义上的“信贷分配”，但它们可能通过改变各种证券的价格来影响信贷分配。**购买MBS会直接抬高这些证券的价格，MBS价格上涨降低了抵押贷款利率，从而支撑了抵押贷款信贷流向家庭部门。**如果私人投资者将投资组合重新配置到MBS，那么较高的MBS价格也会间接影响其他证券的价格。因此，**MBS购买可能会影响私人投资者的决策，至少是间接影响。即使不承担信用风险，相对价格的变化也可能影响跨部门的私人信贷分配。**

为了将分配效应降至最低，各国央行通常会避免从一个狭窄的部门或某一类借款人手中购买资产，并可以采取措施，减轻信贷市场价格的扭曲。例如，英国央行季度简报中详细介绍了其公司债券购买计划是如何“在向宏观经济传递显著刺激时，同时确保它不会扭曲英镑公司债市场，以及对特定发行者或行业造成任何不公平的偏见”。

值得强调的是，通过央行大规模购买证券来影响信贷市场价格，与央行直接向特定借款人发放贷款有着本质区别。即使购买证券以影响私人投资者动机的方式改变了相对价格，向特定借款人发放贷款的决定最终仍取决于投资者，而非央行。

持有MBS如何影响实体经济

传统的中央银行操作是通过改变利率水平来运作的，而利率水平反过来又会影响到家庭和企业如何跨期分配支出。更高的利率会激发今天更多的储蓄和更少的借贷与消费，而更低的利率则产生相反的效果。

相比之下，对于持有MBS等非传统政策往往有一种关于“信贷分配”的担忧，即这些政策不仅会影响跨时间选择，而且还影响支出的跨部门分配。

然而，在实践中，很难清晰地区分央行政策的跨时间和跨部门效应。即使是“传统”利率政策也可能产生跨部门分配效应，因为经济中的一些部门会更依赖信贷，因此对利率变化更敏感。例如，从历史上看，房地产行业对利率的反应比整个经济都要敏感，因此降息往往会将总支出的组合转移到住房上，而利率上升则有相反效果。

此外，非常规货币政策与常规货币政策一样，都具有跨时间效应。美联储持有MBS的主要影响是降低长期利率。当短期利率已经很低，不能再进一步下降时，这一点尤其有用。这种影响通常与持有长期美国国债（在美国这通常不被视为信贷分配）的影响一样。

也就是说，非常规货币政策可能比常规政策具有更强的跨部门效应，因为非常规货币政策可能对特定经济领域的价格影响更为强烈。例如，持有MBS降低了抵押贷款和美国国债之间的息差，因此对房地产市场的刺激比其他行业都强。这种对住房和抵押贷款市场的针对性支持，是政策制定者在宣布每一项MBS购买计划时明确表示希望达到的效果。MBS的持有为一至四户住宅市场整体提供了刺激，而不针对任何特定地区或类型的住房。

在一些人看来，这些跨部门效应被视为偏离了有效率的“自由放任”分配模式。但跨部门效应并不总是坏事。如果市场已经受到流动性约束、信息不对称和其他摩擦的扭曲，那么政策的跨部门效应可能有助于弥补这些扭曲，改善整体结果。

MBS购买和国债购买的区别

美联储购买MBS与购买长期美国国债的经济效应有何不同？如前文所述，在任何情况下，美联储都不会让自己或纳税人面临信用风险。然而，在购买MBS的过程中，美联储的确从市场上移除了一些风险，此举可能具有刺激作用，因为它允许私人部门通过投资实体经济来承担新的风险。

通过购买MBS以及购买长期美国国债，美联储确实承担了“期限风险”。期限风险是指长期证券到期前利率会上升的风险，使证券持有人继续接受低于当前市场利率的利息支付。投资者需要获得溢价来承担这种风险。因此，长期利率往往高于短期利率的一个原因就是期限风险溢价（Term risk premium）。当美联储通过持有MBS或长期美国国债来承担长期风险时，私人投资者不必承担如此多的风险，也就不需要那么高的期限溢价。因此，美联储持有的长期证券，无论是MBS还是美国国债，都有助于降低长期利率进而刺激经济。

与国债不同，持有MBS还会影响对一种特殊风险的定价，这种风险被称为“凸性”（Convexity）或“提前偿付风险”（Prepayment risk）。有抵押贷款的房主可以提前还清贷款，比如通过再融资获得更低利率贷款。如果抵押贷款发放后利率下降，这种选择更有吸引力。从MBS投资者的角度来看，提前支付风险是一个双输命题。如果利率下降，房主就更有可能提前还款，而投资者也无法像最初预期的那样获得全额利息支付。另一方面，如果利率上升，房主提前支付的可能性虽会降低，但投资者现在收到的利率会低于市场利率，并且在较长时间内都处于这种情况。因此，投资者会要求相应的风险溢价来承担提前偿付风险。但当美联储持有MBS时，它会从市场上消除一些提前偿付风险，从而降低相关的风险溢价。由于这种风险溢价是抵押贷款所独有的，因此美联储持有MBS比其他政策更有助于降低抵押贷款利率。从这个意义上说，持有MBS对住房抵押贷款市场的刺激作用远大于对其他市场。

小结

本文有以下几个结论：1. 通过购买机构MBS，美联储并没有承担信用风险，因为美国政府或联邦机构对这些证券的担保使其基本上没有风险。2. 美联储可能通过改变某些信贷的相对价格间接影响了信贷分配，但需要注意的是，向特定借款人发放贷款的决定最终仍取决于投资者，而非央行。3. 美联储持有的机构MBS对经济的影响在很大程度上类似于美联储仅持有美国国债的传统政策，即抽走市场中的期限风险，从而压低长期利率。一个不同之处在于，非常规货币政策可能比常规政策具有更强的跨部门信贷分配效应。特别地，MBS会受到提前偿付风险的影响。通过持有MBS，美联储可以降低市场必须持有的此类风险的规模，这可能会降低住房抵押贷款成本，有利于这一经济领域的复苏。

Source: Martin A., and Schulhofer-Wohl S. *How Do the Fed's MBS Purchases Affect Credit Allocation?*, Liberty Street Economics, 06 August 2018

Martin A., and Schulhofer-Wohl S. *How Do the Fed's MBS Holdings Affect the Economy?*, Liberty Street Economics, 08 August 2018

编译：钟政昊